

■ COMENTÁRIOS & PERSPECTIVAS

A quantas cresce a dívida pública

Maria Clara R. M. do Prado



Houve uma época não muito distante em que a taxa de câmbio variava paripasso com a inflação. Era fixada diariamente pelo Banco Central.

A economia estava toda indexada. A

oferta de moeda era absolutamente endógena. Isto é, o Banco Central emitia dinheiro para atender à demanda, qualquer que fosse ela. Como a moeda valia pouco, já que era corroída pela alta taxa de inflação, pouco importava emitir y ou z. A demanda por moeda física acabava sempre sendo determinada pelo ritmo da inflação.

Não havia, portanto, política monetária.

Mas havia, sim, um grande benefício para o governo.

Trata-se da chamada senhoriagem. O governo, e só ele, detém a prerrogativa da emissão monetária.

Quanto mais alta for a taxa de inflação, maior será o ganho a custo zero que o governo tem ao fazer uso do poder de emissão monetária. É a forma mais barata de financiar o déficit público, que acaba sendo camuflado em meio às intrincadas relações

existentes entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.

Alguns economistas dedicados à análise das questões monetárias acreditam que boa parte do déficit público na fase da inflação em alta foi financiada com senhoriagem. Ou seja, com emissão de moeda.

É o caso do ex-presidente do Banco Central Affonso Celso Pastore, que escreveu sobre o assunto.

Em trabalho intitulado “Senhoriagem e Inflação: o Caso Brasileiro”, ele procura entender o motivo pelo qual a dívida pública federal não chegou a ter expansão explosiva nos períodos em que a inflação era mais elevada.

Depois de ter realizado uma série de exercícios, colheu resultados interessantes, como, por exemplo, o fato de ter encontrado uma taxa (em porcentagem do PIB) de senhoriagem mais alta no período 1986 a 1994, quando a média equivaleu a 2,88% do PIB, do que no período 1975 a 1985, cuja média ficou em 1,48% do PIB.

Isso aconteceu mesmo depois de Pastore ter desconsiderado os valores elevados dos primeiros trimestres de 1986 e de 1990 e do segundo semestre de 1994, fases que se seguiram imediatamente à introdução de planos de estabilização, quando a demanda por moeda cresce substancialmente por força da queda repentina da inflação.

Ele verificou também que depois do Pla-

no Real, lançado em 1º de julho de 1994, a taxa de senhoriagem passou a envolver valores muito baixos.

É algo absolutamente natural. Do mesmo modo como os bancos deixaram de ganhar com o giro do dinheiro (o que se convencionou em chamar de imposto inflacionário), também o governo ficou de repente sem poder contar mais com a senhoriagem, que ajudava em larga medida a cobrir as despesas públicas excedentes.

Incluía-se ali os próprios juros da dívida mobiliária, um tipo de gasto que normalmente é “rolado”, mas que pesa como qual-

quer outro (aliás, muito mais do que qualquer outro, dado o seu tamanho) nas contas do déficit do setor público.

Com o sumiço da senhoriagem — ou, melhor dizendo, com o seu encolhimento —, o governo federal ficou a nu.

Ainda em 1995, mais precisamente no segundo semestre, todos foram apanhados de surpresa com o tamanho do déficit. Mais do que isso, com o nível de deterioração sobre as contas de 1994. De lá para cá, a situação só fez piorar.

Além de ter ficado sem uma grande fonte de financiamento — a mais barata de que se

pode ter notícia —, o governo federal viu-se às voltas com a necessidade de puxar para a lua a taxa de juros básica da economia.

Única forma de sustentar um modelo de estabilização que tem o câmbio como âncora e que não pode ficar à mercê do humor do capital estrangeiro.

Quando os dólares ameaçam não entrar ou decidem sair, a única saída é aumentar os juros internos, um tipo de jogo que tem um alto custo. Seu peso pode ser facilmente observado no dia-a-dia, quando se acompanha o alucinante ritmo que trouxe o tamanho da dívida pública interna federal para perto dos US\$ 300 bilhões.

Junte-se a isso, é claro, a péssima administração fiscal que fez com que o País tenha enfrentado déficits públicos primários nos últimos anos. Esse tipo de maneira de medir a necessidade de financiamento do setor público exclui tanto as correções monetária e cambial como o impacto dos juros sobre o endividamento do governo.

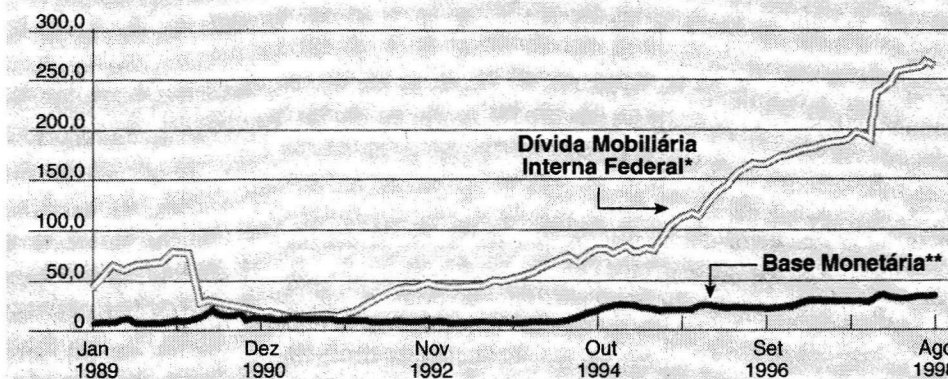
Por isso mesmo, é chamado de primário. Tenta captar aquilo que representa gastos correntes e comparar com a receita. Quando há déficit aqui é sinal de que o governo vai mal das pernas.

Resultado de tudo isso: uma dívida mobiliária interna federal (ver gráfico) que atinge patamares nunca antes imaginados. ■

(Esta coluna sai todas as terças, quintas e sextas-feiras)

Base monetária x dívida mobiliária interna federal

(em US\$ bilhões)



Fontes: Banco Central e Centro de Informações da Gazeta Mercantil * Fora do Banco Central ** Média dos saldos diários